

## 翰宇药业(300199.SZ)

### 终端销售提速，新品种值得期待

 评级: **增持**      前次: **增持**

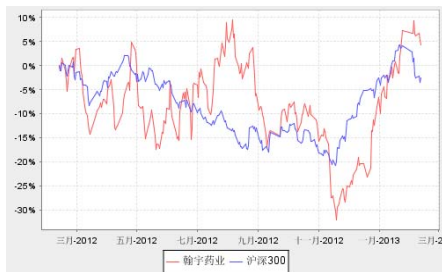
 目标价(元): **20.16-21.70**

 联系人: 分析师  
**袁倩倩 CFA** 胡德军  
 生物医药小组 S0740511070005  
 021-20315202 生物医药小组  
 qiuqq@r.qlzq.com.cn  
 2013年2月28日

#### 基本状况

|           |         |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股)  | 200.00  |
| 流通股本(百万股) | 92.57   |
| 市价(元)     | 18.25   |
| 市值(百万元)   | 3650.00 |
| 流通市值(百万元) | 1689.48 |

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

| 指标           | 2010A  | 2011A  | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 121.93 | 165.68 | 225.98 | 310.39 | 412.96 |
| 营业收入增速       | 31.51% | 35.88% | 36.40% | 37.35% | 33.05% |
| 净利润增长率       | 49.43% | 52.28% | 11.59% | 25.67% | 27.29% |
| 摊薄每股收益(元)    | 0.70   | 0.80   | 0.45   | 0.56   | 0.72   |
| 前次预测每股收益(元)  |        |        | 0.48   | 0.62   | 0.82   |
| 市场预测每股收益(元)  |        |        |        |        |        |
| 偏差率(本次-市场/市) |        |        |        |        |        |
| 市盈率(倍)       | 0.00   | 46.97  | 30.71  | 32.04  | 25.17  |
| PEG          | 0.00   | 0.90   | 2.65   | 1.25   | 0.92   |
| 每股净资产(元)     | 2.41   | 9.76   | 4.83   | 5.39   | 6.11   |
| 每股现金流量(元)    | 0.73   | 0.72   | 0.34   | 0.39   | 1.02   |
| 净资产收益率       | 29.26% | 8.24%  | 9.30%  | 10.46% | 11.75% |
| 市净率          | 0.00   | 3.87   | 2.86   | 3.35   | 2.96   |
| 总股本(百万元)     | 75.00  | 100.00 | 200.00 | 200.00 | 200.00 |

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

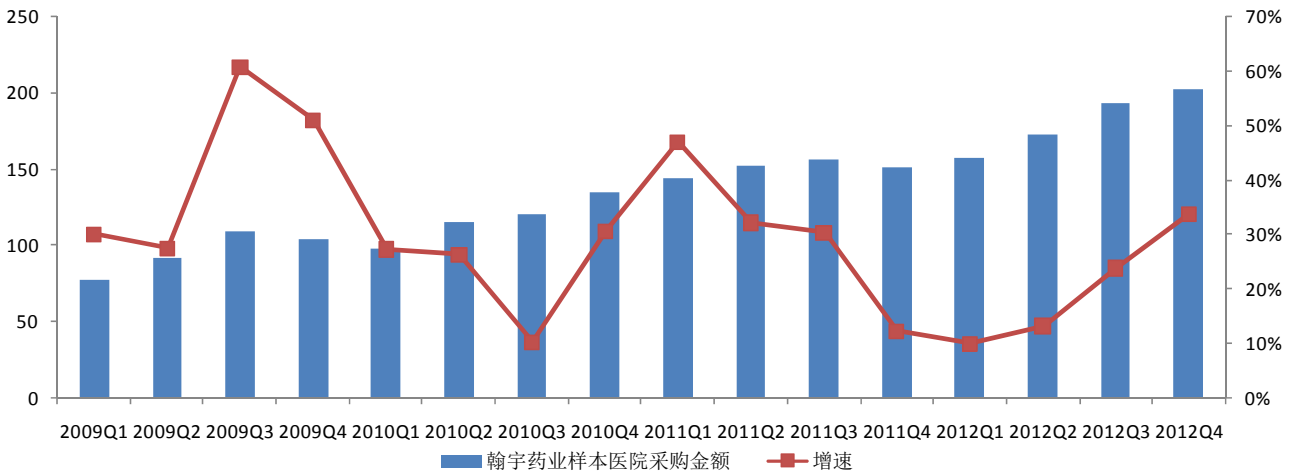
- **事件:** 2月28日, 翰宇药业发布2012年业绩快报, 按照未经审计数据, 公司2012年实现营业收入2.26亿元, 同比增长36.40%, 实现净利润89.80百万元, 同比增长11.59%, 对应EPS0.45元, 靠近公司业绩预告(增长10-20%)的下部区间, 低于我们此前0.48元/股的预期。
- **点评:**
- 2012Q4, 公司收入同比增长39.16%, 而净利润同比下降7.23%, 原因可能是4季度销售费用和管理费用计提较多。
- 2012年, 公司净利润增速低于收入增速, 主要原因是: 公司产品的销售模式不同, 带来不同产品对公司的收入和销售费用率影响不同。具体而言, 特利加压素(首仿, 收入增长强劲)为高开, 胸腺五肽等老品种(收入增长平稳)为底价模式, 因此特利加压素对公司收入的增长有明显的拉动作用, 同时也产生了公司的大部分销售费用, 产生收入和利润增速的不同。
- 值得注意的是, 从样本医院的医院进货价统计数据来看, 翰宇药业的产品整体销售增长在2012Q4提速明显, 从1季度的同比增长10%上升到4季度的同比增长34%, 呈现逐季度上升的良好势头。很可能在公司前任主管营销的副总裁离任后, 营销体系已经逐步完成修整, 进入提速阶段(详见图表2)。

图表 1: 翰宇药业单季度收入和净利润增长(百万元)

|               | 2012Q1 | 2012Q2 | 2012Q3 | 2012Q4 | 2012A  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入          | 40.29  | 54.61  | 56.30  | 74.80  | 226.00 |
| 同比增长          | 21.65% | 38.89% | 42.55% | 39.16% | 36.40% |
| 归属于上市公司股东的净利润 | 15.64  | 22.46  | 24.02  | 27.67  | 89.80  |
| 同比增长          | 22.69% | 29.74% | 16.72% | -7.23% | 11.59% |

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图表 2: 翰宇药业产品的样本医院终端销售 (单位: 百万元)



来源: IMS (按医院进货价统计), 齐鲁证券研究所

- **从短期来看, 胸腺五肽和特利加压素是公司目前的主要增长引擎:** 胸腺五肽作为免疫增强剂类处方药, 用于病毒性肝炎、恶性肿瘤、重症感染以及免疫缺陷疾病等的治疗, 2010年进入17个省市(新进7个)的地方医保目录, 市场规模处在进一步扩大的阶段。我们认为今年国家发改委可能实施的免疫调节剂降价不影响胸腺五肽, 因为国家发改委的降价针对国家医保目录品种, 而胸腺五肽是地方医保品种。特利加压素是公司2009年7月获批的首仿品种, 适应症为出血性食管静脉曲张。特利加压素半衰期长不需要持续静脉注射, 而且不良反应比其他同类药品少。特利加压素过去没有进入医保, 经增补进入2010版10个省市的地方医保, 从终端销售的表现来看进入医保后放量明显。由于各个省市的医保是陆续开始执行而且非基药招标也相对滞后, 特利加压素进入医保的利好将逐步体现。特利加压素在翰宇药业销售收入的占比达到约20%, 我们估测该品种2012年增速约100%, 随着在公司收入占比的提高, 其增长对公司整体增长的带动将加强。
- **中长期看好公司的产品结构不断向首仿药和创新药高端升级:** 翰宇药业的产品储备清晰地在心脑血管、肿瘤、免疫调节、孕产、老年痴呆、糖尿病等领域展开, 产品储备的核心和基础是多肽药品。公司的爱啡肽补充材料后, 有望通过绿色通道进入二审, 有可能在年末通过评审。通过受让科信必成的21个控缓释制剂, 公司将进入高端口服化学药制剂领域, 契合化学药产业升级的机遇。我们预见: 公司的产品结构从普通仿制药到首仿再到创新药, 不断升级; 新产品上市和营销能力加强将推动公司快速成长。

图表 3: 翰宇药业的产品储备梯队

|             |  |
|-------------|--|
| 短期 (1-2年上市) | 爱啡肽 (首仿)、卡贝缩宫素 (首仿)、胸腺法新   |
| 中期 (2-4年上市) | 醋酸普兰林肽 (首仿)、西曲瑞克 (首仿)、科信必成转让的21个缓控释制剂品种<br>新型II型糖尿病治疗药物溴麦角环肽 (新适应症)、胸腺法新鼻喷剂 (剂型独家)、<br>奈西立肽 (首仿)、布舍瑞林 (首仿)、格拉替雷 (首仿)、恩夫韦肽 (首仿)、<br>麝香甾素 (创新)、CB5005及制剂 (创新)、曲普瑞林缓释微球 (剂型独家)、PP0301<br>肽及制剂 (创新)、B0202合成肽及制剂 (创新) 等多肽品种 |

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所整理

- **投资建议: 我们看好公司中长期的高增长潜力和弹性, 提示终端销售提速的良好势头。** 向下修正业绩预测, 2012-2014年净利润分别为0.90、1.13、1.44亿元 (前次: 0.97、1.25、1.64亿元), 增速为11.59%、25.67%、27.29%, 2012-2014年对应EPS为0.45、0.56、0.72 (前次: 0.48、0.62、0.82元)。基于公司的化学合成多肽龙头地位和新产品预期带来的业绩弹性, 我们建议在估值上给予一定溢价, 目标价区间20.16-21.70元, 维持“增持”评级。

**■ 风险因素:**

- 胸腺五肽、生长抑素等老品种批文较多，新一轮非基药招标中面临降价压力。
- 公司新品种储备丰富，但新药获批进程存在不确定性。
- 财务投资者减持对市场心理的压力。

**图表 4: 翰宇药业销售收入预测表 (百万元)**

| 项 目                    | 2010            | 2011          | 2012E         | 2013E         | 2014E         |
|------------------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>产品I注射用胸腺五肽</b>      |                 |               |               |               |               |
| 销售收入                   | 49.61           | 70.17         | 89.96         | 115.15        | 141.77        |
| 增长率 (YOY)              | 70.16%          | 41.45%        | 28.22%        | 28.00%        | 23.11%        |
| 占总销售额比重                | 40.68%          | 42.35%        | 39.81%        | 37.10%        | 34.33%        |
| 占主营业务利润比重              | 41.52%          | 42.70%        | 39.36%        | 36.01%        | 32.99%        |
| <b>产品II注射用生长抑素</b>     |                 |               |               |               |               |
| 销售收入                   | 28.18           | 37.59         | 45.38         | 53.10         | 61.00         |
| 增长率 (YOY)              | 17.71%          | 33.36%        | 20.74%        | 17.00%        | 14.87%        |
| 占总销售额比重                | 23.12%          | 22.69%        | 20.08%        | 17.11%        | 14.77%        |
| 占主营业务利润比重              | 25.91%          | 25.14%        | 21.71%        | 18.15%        | 15.46%        |
| <b>产品III醋酸去氨加压素注射液</b> |                 |               |               |               |               |
| 销售收入                   | 17.08           | 20.19         | 23.96         | 27.55         | 31.68         |
| 增长率 (YOY)              | -12.06%         | 18.19%        | 18.65%        | 15.00%        | 15.00%        |
| 占总销售额比重                | 14.01%          | 12.19%        | 10.60%        | 8.88%         | 7.67%         |
| 占主营业务利润比重              | 10.35%          | 8.90%         | 7.59%         | 6.21%         | 5.33%         |
| <b>产品IV注射用特利加压素</b>    |                 |               |               |               |               |
| 销售收入                   | 10.74           | 21.66         | 44.68         | 71.48         | 94.99         |
| 增长率 (YOY)              | -22.99%         | 101.64%       | 106.26%       | 60.00%        | 32.89%        |
| 占总销售额比重                | 8.81%           | 13.07%        | 19.77%        | 23.03%        | 23.00%        |
| 占主营业务利润比重              | 10.69%          | 16.19%        | 23.90%        | 27.33%        | 26.95%        |
| <b>产品V客户肽</b>          |                 |               |               |               |               |
| 销售收入                   | 13.48           | 11.93         | 14.00         | 16.10         | 18.52         |
| 增长率 (YOY)              | 209.36%         | -11.54%       | 17.40%        | 15.00%        | 15.00%        |
| 占总销售额比重                | 11.06%          | 7.20%         | 6.20%         | 5.19%         | 4.48%         |
| 占主营业务利润比重              | 9.19%           | 4.36%         | 3.68%         | 3.03%         | 2.60%         |
| <b>产品VI其他</b>          |                 |               |               |               |               |
| 销售收入                   | 2.83            | 4.15          | 8.00          | 27.00         | 65.00         |
| 增长率 (YOY)              | 50.66%          | 46.56%        | 92.79%        | 237.50%       | 140.74%       |
| 占总销售额比重                | 2.32%           | 2.50%         | 3.54%         | 8.70%         | 15.74%        |
| 占主营业务利润比重              | 2.34%           | 2.71%         | 3.76%         | 9.28%         | 16.67%        |
| <b>销售收入小计</b>          | <b>121.9285</b> | <b>165.68</b> | <b>225.98</b> | <b>310.39</b> | <b>412.96</b> |
| <b>销售成本小计</b>          | <b>29.46</b>    | <b>38.58</b>  | <b>49.30</b>  | <b>63.17</b>  | <b>81.61</b>  |
| <b>毛利</b>              | <b>92.47</b>    | <b>127.10</b> | <b>176.68</b> | <b>247.22</b> | <b>331.34</b> |
| <b>平均毛利率</b>           | <b>75.84%</b>   | <b>76.71%</b> | <b>78.18%</b> | <b>79.65%</b> | <b>80.24%</b> |

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 5: 翰宇药业财务报表摘要**

| 损益表 (人民币百万元)          |            |            |             |             |            | 资产负债表 (人民币百万元)  |            |              |              |              |              |
|-----------------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                       | 2010       | 2011       | 2012E       | 2013E       | 2014E      |                 | 2010       | 2011         | 2012E        | 2013E        | 2014E        |
| 营业总收入                 | 122        | 166        | 226         | 310         | 413        | 货币资金            | 84         | 793          | 564          | 737          | 1,037        |
| 增长率                   | 31.5%      | 35.9%      | 36.4%       | 37.4%       | 33.0%      | 应收款项            | 24         | 62           | 65           | 89           | 119          |
| 营业成本                  | -29        | -39        | -49         | -63         | -82        | 存货              | 17         | 16           | 18           | 21           | 27           |
| % 销售收入                | 24.2%      | 23.3%      | 21.8%       | 20.4%       | 19.8%      | 其他流动资产          | 9          | 56           | 84           | 106          | 30           |
| 毛利                    | 92         | 127        | 177         | 247         | 331        | 流动资产            | 133        | 928          | 731          | 953          | 1,212        |
| % 销售收入                | 75.8%      | 76.7%      | 78.2%       | 79.6%       | 80.2%      | % 总资产           | 62.5%      | 89.6%        | 64.4%        | 82.0%        | 91.6%        |
| 营业税金及附加               | 0          | -3         | -4          | -5          | -7         | 长期投资            | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| % 销售收入                | 0.3%       | 1.6%       | 1.6%        | 1.6%        | 1.6%       | 固定资产            | 54         | 78           | 371          | 173          | 74           |
| 营业费用                  | -14        | -26        | -55         | -78         | -114       | % 总资产           | 25.5%      | 7.6%         | 32.6%        | 14.9%        | 5.6%         |
| % 销售收入                | 11.5%      | 15.9%      | 24.3%       | 25.2%       | 27.5%      | 无形资产            | 22         | 24           | 29           | 30           | 32           |
| 管理费用                  | -24        | -33        | -45         | -62         | -81        | 非流动资产           | 80         | 108          | 405          | 209          | 112          |
| % 销售收入                | 19.8%      | 19.9%      | 20.0%       | 20.0%       | 19.5%      | % 总资产           | 37.5%      | 10.4%        | 35.6%        | 18.0%        | 8.4%         |
| 息税前利润 (EBIT)          | 54         | 65         | 73          | 102         | 131        | <b>资产总计</b>     | <b>213</b> | <b>1,036</b> | <b>1,136</b> | <b>1,162</b> | <b>1,323</b> |
| % 销售收入                | 44.3%      | 39.3%      | 32.2%       | 32.8%       | 31.6%      | 短期借款            | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 财务费用                  | -1         | 17         | 24          | 23          | 31         | 应付款项            | 8          | 15           | 21           | 28           | 37           |
| % 销售收入                | 0.5%       | -10.1%     | -10.5%      | -7.3%       | -7.5%      | 其他流动负债          | 7          | 14           | 119          | 26           | 34           |
| 资产减值损失                | -1         | -1         | -1          | -2          | -3         | 流动负债            | 16         | 30           | 140          | 53           | 71           |
| 公允价值变动收益              | 0          | 0          | 0           | 0           | 0          | 长期贷款            | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资收益                  | 0          | 0          | 0           | 0           | 0          | 其他长期负债          | 17         | 30           | 30           | 30           | 30           |
| % 税前利润                | 0.0%       | 0.2%       | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%       | <b>负债</b>       | <b>32</b>  | <b>60</b>    | <b>170</b>   | <b>83</b>    | <b>101</b>   |
| 营业利润                  | 52         | 81         | 96          | 123         | 159        | <b>普通股股东权益</b>  | <b>181</b> | <b>976</b>   | <b>966</b>   | <b>1,079</b> | <b>1,222</b> |
| 营业利润率                 | 42.7%      | 48.8%      | 42.3%       | 39.5%       | 38.5%      | 少数股东权益          | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 营业外收支                 | 3          | 13         | 9           | 9           | 9          | <b>负债股东权益合计</b> | <b>213</b> | <b>1,036</b> | <b>1,136</b> | <b>1,162</b> | <b>1,323</b> |
| 税前利润                  | 55         | 94         | 105         | 132         | 168        | <b>比率分析</b>     |            |              |              |              |              |
| 利润率                   | 45.0%      | 56.6%      | 46.3%       | 42.4%       | 40.7%      |                 | 2010       | 2011         | 2012E        | 2013E        | 2014E        |
| 所得税                   | -2         | -13        | -15         | -19         | -24        | <b>每股指标</b>     |            |              |              |              |              |
| 所得税率                  | 3.6%       | 14.2%      | 14.2%       | 14.2%       | 14.5%      | 每股收益 (元)        | 0.705      | 0.805        | 0.449        | 0.564        | 0.718        |
| 净利润                   | 53         | 80         | 90          | 113         | 144        | 每股净资产 (元)       | 2.408      | 9.761        | 4.829        | 5.394        | 6.112        |
| 少数股东损益                | 0          | 0          | 0           | 0           | 0          | 每股经营现金净流 (元)    | 0.729      | 0.725        | 0.335        | 0.388        | 1.024        |
| 归属于母公司的净利润            | 53         | 80         | 90          | 113         | 144        | 每股股利 (元)        | 0.000      | 0.500        | 0.500        | 0.000        | 0.000        |
| 净利率                   | 43.3%      | 48.6%      | 39.7%       | 36.4%       | 34.8%      | <b>回报率</b>      |            |              |              |              |              |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |            |            |             |             |            | 净资产收益率          | 29.26%     | 8.24%        | 9.30%        | 10.46%       | 11.75%       |
|                       | 2010       | 2011       | 2012E       | 2013E       | 2014E      | 总资产收益率          | 24.82%     | 7.77%        | 7.91%        | 9.71%        | 10.85%       |
| 净利润                   | 53         | 80         | 90          | 113         | 144        | 投入资本收益率         | 53.64%     | 30.52%       | 15.56%       | 25.58%       | 60.09%       |
| 少数股东损益                | 0          | 0          | 0           | 0           | 0          | <b>增长率</b>      |            |              |              |              |              |
| 非现金支出                 | 8          | 9          | 9           | 12          | 14         | 营业总收入增长率        | 31.51%     | 35.88%       | 36.40%       | 37.35%       | 33.05%       |
| 非经营收益                 | -1         | -2         | -9          | -9          | -9         | EBIT增长率         | 27.81%     | 20.52%       | 12.00%       | 39.94%       | 28.14%       |
| 营运资金变动                | -5         | -15        | -23         | -38         | 56         | 净利润增长率          | 49.43%     | 52.28%       | 11.59%       | 25.67%       | 27.29%       |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>55</b>  | <b>72</b>  | <b>67</b>   | <b>78</b>   | <b>205</b> | 总资产增长率          | 16.67%     | 386.48%      | 9.65%        | 2.34%        | 13.87%       |
| 资本开支                  | 23         | 78         | 296         | -195        | -95        | <b>资产管理能力</b>   |            |              |              |              |              |
| 投资                    | 0          | 0          | 0           | 0           | 0          | 应收账款周转天数        | 54.9       | 99.4         | 99.4         | 99.4         | 99.4         |
| 其他                    | 0          | 0          | 0           | 0           | 0          | 存货周转天数          | 215.6      | 156.7        | 130.0        | 120.0        | 120.0        |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-23</b> | <b>-78</b> | <b>-296</b> | <b>195</b>  | <b>95</b>  | 应付账款周转天数        | 25.6       | 16.9         | 16.9         | 16.9         | 16.9         |
| 股权募资                  | 0          | 725        | 0           | 0           | 0          | 固定资产周转天数        | 143.4      | 108.4        | 82.2         | 62.7         | 48.7         |
| 债权募资                  | -29        | 0          | 0           | 0           | 0          | <b>偿债能力</b>     |            |              |              |              |              |
| 其他                    | -2         | -8         | 0           | -100        | 0          | 净负债/股东权益        | -46.28%    | -81.26%      | -58.41%      | -68.30%      | -84.79%      |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>-31</b> | <b>716</b> | <b>0</b>    | <b>-100</b> | <b>0</b>   | EBIT利息保障倍数      | 87.6       | -3.9         | -3.1         | -4.5         | -4.2         |
| <b>现金净流量</b>          | <b>1</b>   | <b>711</b> | <b>-229</b> | <b>173</b>  | <b>300</b> | 资产负债率           | 15.17%     | 5.75%        | 14.94%       | 7.18%        | 7.64%        |

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 6: 过去一年内齐鲁证券对翰宇药业的系列报告**

| 序号 | 日期          | 报告标题                          |
|----|-------------|-------------------------------|
| 01 | 2012年5月11日  | 投资价值分析报告《化学合成多肽药物龙头, 有高增长潜力》  |
| 02 | 2012年7月11日  | 事件点评《中长期看好公司向中高端升级》           |
| 03 | 2012年7月12日  | 事件点评《中报预增 20-30%符合预期, 看好持续发展》 |
| 04 | 2012年8月15日  | 中报点评《研发驱动未来增长》                |
| 05 | 2012年9月16日  | 研究简报《从相对估值的角度, 具有吸引力》         |
| 06 | 2012年10月21日 | 季报点评《业绩稳健增长, 新品种值得期待》         |
| 07 | 2013年1月8日   | 事件点评《化学合成多肽龙头, 契合生物产业规划发展方向》  |
| 08 | 2013年2月28日  | 业绩快报点评《终端销售提速, 新品种值得期待》       |

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上



重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。